



יולי 2026

**טיוטת הנחיות המיזוגים
החדשה של רשות התחרות -
לקראת גישה מחמירה יותר
בבדיקת מיזוגים**

5 השינויים שחשוב להכיר

רשות התחרות פרסמה לאחרונה להערות הציבור טיוטת גילוי דעת חדשה בנושא הניתוח התחרותי של מיזוגים. אם תאומץ, הטיוטה צפויה להחליף את גילוי הדעת משנת 2011 בנושא מיזוגים אופקיים שהיה במשך כחמש עשרה שנים מסמך המדיניות המרכזי שעל בסיסו נבחנו מיזוגים בישראל.

אף שמדובר בשלב זה בטיוטה בלבד, קשה להפריז בחשיבותה. מעבר לעדכון נקודתי של ההנחיות הקיימות, הטיוטה מבקשת להרחיב באופן משמעותי את מסגרת הניתוח של עסקאות מיזוג, לאמץ תפיסות חדשות שהתפתחו בשנים האחרונות ברחבי העולם ולהעמיד לרשות התחרות ארגז כלים רחב ומתקדם יותר לבחינת השפעותיהן של עסקאות מיזוג על התחרות.

בין היתר, לראשונה בישראל מוקדשים פרקים שלמים למיזוגים אנכיים וקונגלומרטיים; ניתן משקל משמעותי יותר לתחרות פוטנציאלית, לרכישות סדרתיות ולהחזקות מיעוט; מורחב הדיון בפלטפורמות דיגיטליות, בנתונים (Data) ובשווקים רב-צדדיים; ונקבעות לראשונה חזקות מבניות מפורשות המבוססות על רמות ריכוזיות בשוק.

טיוטת ההנחיות משתלבת במגמה בינלאומית רחבה של עדכון מדיניות המיזוגים. בשנים האחרונות פרסמו רשויות התחרות בארצות הברית ובבריטניה הנחיות חדשות, וגם הנציבות האירופית ורשות התחרות הקנדית מצויות בעיצומו של תהליך דומה. עם זאת, בעוד שבאירופה מסתמנת מגמה של מעבר לבחינה כלכלית גמישה יותר, טיוטת ההנחיות הישראלית מאמצת בחלק מהנושאים דווקא גישה הקרובה יותר להנחיות האמריקאיות החדשות, ובפרט בכל הנוגע למעמדם של נתחי השוק ומדדי הריכוזיות.

להלן חמשת השינויים המרכזיים שלדעתנו צפויים להשפיע על האופן שבו תיבחנה עסקאות מיזוג בישראל בשנים הקרובות.

1 חזרת הניתוח המבני למרכז הבמה

2 לא רק מיזוגים בין מתחרים - גם עסקאות "משלימות" צפויות לעמוד לבחינה מעמיקה

3 תחרות פוטנציאלית ושחקנים מתפתחים

4 גם מבנה הבעלות עצמו הופך לשיקול תחרותי

5 התאמת דיני המיזוגים לכלכלה הדיגיטלית - והרחבת ארגז הכלים של רשות התחרות

סקירה זו נועדה להציג בתמצית את עיקרי טיוטת ההנחיות. אין לראות בה סיכום מלא או ממצה של הטיוטה, והיא אינה מהווה חוות דעת משפטית, ייעוץ משפטי או תחליף לבחינה פרטנית של נסיבות כל מקרה.

1. חזרת הניתוח המבני למרכז הבמה

ללא ספק, השינוי המשמעותי ביותר בטיוטת ההנחיות הוא חזרתם של נתחי השוק ומדדי הריכוזיות למרכז הניתוח התחרותי. נילוי הדעת משנת 2011 אמנם ייחס חשיבות למדדי ריכוזיות ולנתחי שוק, אולם הם שימשו בעיקר כלי עזר במסגרת מכלול השיקולים. ההכרעה בשאלה האם מיזוג צפוי לפגוע בתחרות התבססה בעיקר על בחינה כלכלית רחבה של מאפייני השוק, חסמי הכניסה, התחרות בפועל ובכוח ונסיבות נוספות.

טיוטת ההנחיות החדשה משנה את נקודת האזון.

לראשונה קובעת רשות התחרות כי בהתקיים רמות ריכוזיות מסוימות תקום **חזקה** שלפיה המיזוג עלול לפגוע פגיעה משמעותית בתחרות.

החזקה תחול כאשר לאחר המיזוג צפוי מדד ה-HHI לעלות על 1,800 והמיזוג יגדיל אותו ביותר מ-100 נקודות; לחלופין, כאשר נתח השוק של החברה הממוזגת יהיה 30% ומעלה וה-HHI יגדל ביותר מ-100 נקודות.

אין מדובר רק בשינוי מספרי.

בהנחיות הקודמות צוין כי ככלל, מיזוגים שבהם מדד ה-HHI לאחר המיזוג נמוך מ-2,000 והגידול בו קטן מ-150 נקודות, אינם צפויים לעורר חשש משמעותי. אולם אותם ספים לא יצרו חזקה משפטית כלשהי.

כעת, לראשונה, הרשות מבקשת לקבוע חזקה מפורשת שלפיה בהתקיים הספים האמורים, הנטל יעבור למעשה אל החברות המתמוזגות להראות כי חרף רמת הריכוזיות אין בעסקה כדי לפגוע בתחרות.

מדובר בשינוי משמעותי ביותר מבחינה מעשית.

במקום שהדיון יתמקד בשאלה האם הצליחה הרשות להוכיח חשש תחרותי, ייתכנו מקרים שבהם החברות עצמן יידרשו להציג כבר בתחילת ההליך ניתוחים כלכליים וראיות שיסותרו את החזקה.

יחד עם זאת, חשוב להדגיש כי גם לפי הטייטה מדובר בחזקה הניתנת לסתירה, ולא בכלל אוטומטי. באותה מידה, גם מיזוג שאינו מגיע לספים המספריים אינו נהנה מ"נמל מבטחים", והרשות מבהירה כי היא רשאית לבחון לעומק גם עסקאות שאינן עומדות ברמות הריכוזיות שנקבעו.

ייתכן שהמשמעות הרחבה ביותר של שינוי זה אינה דווקא במספרים עצמם, אלא בכך שהוא מאותת כי הרשות מבקשת להחזיר את הניתוח המבני למעמד מרכזי יותר בבקרת המיזוגים בישראל.

שורה תחתונה

בשלבים הראשונים של כל עסקת מיזוג יהיה חשוב יותר מתמיד לבצע ניתוח מוקדם של הגדרת השוק, נתחי השוק ומדדי הריכוזיות, ולהעריך מראש האם יהיה צורך לבנות כבר בתחילת הדרך טיעון משפטי וכלכלי שיסותר את החזקה המבנית.

2. לא רק מיזוגים בין מתחרים – גם עסקאות "משלימות" צפויות לעמוד לבחינה מעמיקה

אם בעבר התמקדו הנחיות המיזוגים כמעט אך ורק במיזוגים בין מתחרים, הרי שהטיוטה החדשה מבקשת להרחיב את מסגרת הבדיקה כך שתחול באופן מלא גם על מיזוגים אנכיים וקונגלומרטיים.

זהו אחד השינויים המבניים החשובים ביותר בטיוטה.

לראשונה מוקדשים פרקים נפרדים למיזוגים אנכיים – בין חברות הפועלות בשלבים שונים של שרשרת הייצור או השיווק – ולמיזוגים קונגלומרטיים – בין חברות המספקות מוצרים משלימים או הפונות לאותה קבוצת לקוחות, גם אם אינן מתחרות ישירות זו בזו.

המשמעות היא שעצם העובדה שאין חפיפה אופקית בין הצדדים כבר אינה צפויה להוביל, כשלעצמה, למסקנה שמדובר בעסקה פשוטה.

הטיוטה מפרטת מגוון רחב של תיאוריות פגיעה אפשריות במיזוגים מסוג זה, ובהן חסימת גישה מתחרים לתשומות חיוניות, חסימת גישה ללקוחות, העלאת עלויותיהם של מתחרים, מינוף כוח שוק מתחום פעילות אחד לאחר, קשירת מוצרים, מכירה משולבת וניצול יתרונות הנובעים משליטה במידע.

אחד החידושים המעניינים ביותר הוא ההתייחסות לנתונים (Data) כתשומה תחרותית.

הרשות מבהירה כי במקרים מסוימים עצם השליטה במידע או בנתונים ייחודיים עשויה להקנות יתרון תחרותי משמעותי, וכי מיזוג העלול להעניק לחברה הממוזגת גישה בלעדית למידע כזה, או למידע רגיש של מתחרים, עשוי להצדיק בחינה מעמיקה גם כאשר אין חפיפה אופקית משמעותית בין הצדדים.

מדובר בגישה התואמת את ההתפתחויות שחלו בשנים האחרונות בעולם, ובמיוחד בכל הנוגע לשווקים דיגיטליים, שירותים מקוונים ופלטפורמות מבוססות מידע.

שורה תחתונה

חברות אינן יכולות עוד להניח כי היעדר תחרות ישירה בין הצדדים יספיק כדי להפוך את הליך אישור המיזוג לפשוט ומהיר. גם עסקאות בין ספקים, מפיצים, חברות טכנולוגיה או חברות בעלות מוצרים משלימים עשויות לעמוד לבחינה כלכלית ומשפטית מורכבת.

3. תחרות פוטנציאלית ושחקנים מתפתחים

אחד המאפיינים הבולטים של טיוטת ההנחיות החדשה הוא המעבר מבחינת השפעתו המיידית של המיזוג לבחינה רחבה יותר של השפעותיו העתידיות.

בעוד שהנחיות 2011 התמקדו בעיקר במצב התחרות במועד ביצוע העסקה, הטיוטה החדשה מעניקה משקל משמעותי הרבה יותר לשאלה כיצד עשוי השוק להיראות בעתיד, ואיזה תפקיד היו עשויות למלא החברות המתמזגות אלמלא העסקה.

בהתאם לכך, הטיוטה מרחיבה באופן ניכר את הדיון בתחרות פוטנציאלית (Potential Competition) ובחברות בראשית דרכן (Nascent Competitors). גם חברה שאינה מתחרה כיום עשויה להיחשב לבעלת חשיבות תחרותית אם קיימת אפשרות ממשית שבעתיד הייתה נכנסת לשוק או מתפתחת לשחקן משמעותי בו.

גישה זו עשויה להיות רלוונטית במיוחד בתחומי הטכנולוגיה, התוכנה, הפינטק, הבריאות ומדעי החיים, אך אינה מוגבלת להם. גם בענפים מסורתיים עשויה רשות התחרות לבחון האם אחד הצדדים לעסקה צפוי היה להרחיב את פעילותו, לפתח מוצרים חדשים או להיכנס בעתיד לתחום פעילותו של הצד האחר.

במקביל, הטיוטה מאמצת במידה רבה את הדיון שהתפתח בעולם ביחס לרכישת חברות צעירות בעלות פוטנציאל צמיחה משמעותי. הרשות מציינת כי גם מקום שבו פעילותה הנוכחית של החברה הנרכשת מצומצמת יחסית, עשויה העסקה לעורר חשש אם מטרתה או תוצאתה היא נטרולו של איום תחרותי עתידי.

גישה זו מבטאת תפיסה שלפיה דיני המיזוגים אינם נועדו רק לשמר את מבנה השוק הקיים, אלא גם להגן על התחרות שהייתה עשויה להתפתח בעתיד.

לצד זאת, הטיוטה מקדישה לראשונה דיון מפורט גם לרכישות סדרתיות (Serial Acquisitions). הרשות מבהירה כי לא תבחן בהכרח כל עסקה במנותק מקודמותיה, אלא היא עשויה להביא בחשבון גם את האסטרטגיה העסקית הכוללת של הרוכש, דפוסי הרכישה שלו בעבר ואף את האפשרות שיבצע רכישות נוספות בעתיד.

עבור קרנות השקעה, גופים מוסדיים וקבוצות עסקיות המבצעים רכישות תכופות באותו תחום פעילות, מדובר בהתפתחות משמעותית. במקרים מסוימים, גם עסקאות שכל אחת מהן, כשלעצמה, אינה צפויה לשנות באופן מהותי את מבנה השוק, עשויות להיבחן במצטבר כחלק מתהליך הדרגתי של צבירת כוח שוק.

שורה תחתונה

בעת בחינת עסקת מיזוג לא יהיה עוד די בניתוח מצב השוק במועד העסקה. במקרים רבים יהיה צורך לבחון גם את כיווני ההתפתחות של השוק, את פוטנציאל הצמיחה של הצדדים ואת אסטרטגיית הרכישות ארוכת הטווח של הרוכש.

4. גם מבנה הבעלות עצמו הופך לשיקול תחרותי

אחד החידושים הבולטים בטייטה הוא הרחבת הדיון בהחזקות מיעוט ובמבני בעלות מורכבים.

בעוד שבעבר התמקד הניתוח התחרותי בעיקר ברכישת שליטה, הטייטה מבהירה כי גם רכישת החזקה חלקית עשויה לעורר חששות תחרותיים משמעותיים, אף כאשר היא אינה מקנה שליטה בחברה הנרכשת.

בהקשר זה, הטייטה מבחינה בין מספר מנגנונים שבאמצעותם עשויה בעלות חלקית להשפיע על התחרות. כך, גם מקום שבו הרוכש אינו שולט בחברה, עצם קיומו של אינטרס פיננסי בפעילותו של מתחרה עשוי להשפיע על תמריציו התחרותיים. במקרים אחרים, ההחזקה עשויה לאפשר השפעה על קבלת החלטות, גישה למידע עסקי רגיש או יצירת ערוצי השפעה בלתי פורמליים בין מתחרים.

בנוסף, הטייטה מתייחסת במפורש גם לתופעה המכונה Common Ownership - בעלות משותפת של אותם משקיעים במספר חברות מתחרות - ולמבני בעלות מורכבים נוספים, נושא שזוכה בשנים האחרונות לתשומת לב גוברת בספרות הכלכלית ובקרב רשויות תחרות ברחבי העולם.

המשמעות המעשית עשויה להיות רחבה במיוחד עבור קרנות פרייבט אקוויטי, קרנות תשתית, גופים מוסדיים וקבוצות עסקיות המחזיקים בפורטפוליו רחב של השקעות.

אין פירוש הדבר שכל החזקות מיעוט תעורר חשש תחרותי. ואולם, הטייטה מאותתת כי בעתיד צפויה רשות התחרות לבחון באופן מעמיק יותר את מכלול מבנה הבעלות של הרוכש, ולא רק את העסקה הספציפית העומדת בפניה.

שורה תחתונה

במסגרת ההיערכות לעסקת מיזוג, מומלץ לבחון כבר בשלב מוקדם לא רק את פעילות הצדדים לעסקה, אלא גם את כלל החזקותיהם הרלוונטיות, קשרי השליטה וההשקעות במתחרים או בשווקים משיקים.

5. התאמת דיני המיזוגים לכלכלה דיגיטלית והרחבת ארגז הכלים של רשות התחרות

אחד המאפיינים הבולטים של טיוטת ההנחיות החדשה הוא הניסיון להתאים את דיני המיזוגים למציאות העסקית שהתפתחה מאז פורסמו ההנחיות הקודמות בשנת 2011.

באותה עת, מרבית עסקאות המיזוג נבחנו באמצעות כלים מסורתיים שהתבססו על הגדרת שוק, נתחי שוק, מספר המתחרים ורמת הריכוזיות. בעשור וחצי שחלפו מאז השתנתה המציאות העסקית באופן משמעותי. שווקים רבים הפכו לדיגיטליים יותר, המידע הפך למשאב אסטרטגי, ופלטפורמות דיגיטליות ממלאות כיום תפקיד מרכזי בפעילותם של עסקים וצרכנים.

על רקע זה, מקדישה הטיוטה לראשונה פרקים ייעודיים לפלטפורמות דיגיטליות, לשווקים רב־צדדיים ולמאפיינים הייחודיים של הכלכלה הדיגיטלית.

בין היתר, מתייחסת הטיוטה להשפעות רשת (Network Effects), למצבים שבהם ערכה של הפלטפורמה גדל ככל שמספר המשתמשים בה עולה; ליתרונות לגודל הנובעים מצבירת משתמשים ונתונים; למעבר משתמשים בין פלטפורמות; לאקו־סיסטמים דיגיטליים; ולמושג ה־Tipping Point, המתאר מצב שבו פלטפורמה אחת מגיעה למסה קריטית של משתמשים והופכת לשחקן הדומיננטי בשוק, באופן המקשה על מתחרים להתחרות בה.

במקביל, הטיוטה מרחיבה גם את אופן הגדרת השוק במצבים שבהם כלי הניתוח המסורתיים אינם מספקים מענה מלא. כך, היא מתייחסת לשווקי מקבץ (Cluster Markets), לפתרונות של One-Stop Shop ולאקו־סיסטמים שבהם מכלול השירותים הוא שמייצר את הערך עבור הלקוחות.

אולם החידוש החשוב ביותר בפרק זה אינו דווקא העיסוק בפלטפורמות דיגיטליות. בעינינו, המסר הרחב יותר הוא שהרשות מבקשת להעניק לעצמה גמישות רבה יותר בהתאמת כלי הניתוח למאפייניו של כל שוק, גם כאשר הם חורגים מן המודלים הכלכליים המסורתיים.

באותו הקשר, הטיוטה מקדישה מקום גם לכוח שוק של רוכשים (Buyer Power או Monopsony). במשך שנים רבות התמקדו דיני התחרות בעיקר בכוח שוק של מוכרים, אולם הטיוטה מדגישה כי גם מיזוגים בין רוכשים עשויים לפגוע בתחרות אם הם מחזקים את כוח המיקוח שלהם מול ספקים או מאפשרים להם להרע את תנאי המסחר באופן הפוגע בתהליך התחרותי.

כלי הניתוח התחרותיים אינם מוגבלים לשווקים מסורתיים וקיימת חשיבות גוברת לנתונים, מידע ומאפיינים נוספים עם התפתחותם הגוברת של שווקים בעידן הדיגיטלי.

שורה תחתונה

הטיוטה מלמדת כי כלי הניתוח התחרותיים אינם מוגבלים עוד לשווקים דיגיטליים בלבד. גם בשווקים מסורתיים עשויה רשות התחרות לייחס חשיבות גוברת לנתונים, למידע, לכוח קנייה ולמאפיינים נוספים שבעבר קיבלו משקל מצומצם יותר.

מבט רחב יותר – האם מדובר בשינוי תפיסתי?

מעבר לחידושים הקונקרטיים, נדמה כי הטיוטה משקפת שינוי עמוק יותר בתפיסת הפיקוח על מיזוגים בישראל.

גילוי הדעת משנת 2011 נבנה בהתאם למתודולוגיה הקלאסית של דיני התחרות: תחילה הגדרת השוק הרלוונטי, לאחר מכן בחינת נתחי השוק והריכוזיות, ורק בשלב האחרון ניתוח החששות התחרותיים האפשריים.

הטיוטה החדשה מאורגנת באופן שונה. היא מתמקדת בראש ובראשונה בתיאוריות הפגיעה האפשריות – השפעות חד־צדדיות, השפעות מתואמות והשפעות מדירות – ורק לאחר מכן בוחנת אילו כלים כלכליים יסייעו להעריך האם החשש אכן מתקיים.

ייתכן שמדובר בשינוי המשמעותי ביותר בטיוטה, גם אם הוא אינו זוכה לאותה תשומת לב כמו החזקות המבניות או הספים החדשים של מדד ה-HHI שינוי זה עשוי להעניק לרשות גמישות רחבה יותר בבחינת עסקאות מורכבות, אך גם להגביר את אי־הוודאות של הצדדים לעסקה, שכן קשה יותר לצפות מראש אילו תיאוריות פגיעה יעמדו במוקד הבדיקה.

מעניין לציין כי דווקא בנקודה זו ניכר הבדל מסוים בין הגישות המתפתחות בעולם. בעוד שהטיוטה הישראלית, בדומה להנחיות האמריקאיות החדשות, מחזקת את מעמדם של מדדי הריכוזיות והחזקות המבניות, באירופה מסתמנת מגמה של מתן משקל נמוך יותר לספים מספריים והרחבת הבחינה הכלכלית הכוללת של השפעות העסקה. ייתכן כי יישומן המעשי של ההנחיות בישראל יעצב את נקודת האיזון בין שתי הגישות.

מה המשמעות המעשית עבור חברות המבצעות עסקאות מיזוג?

גם אם טיוטת ההנחיות תעבור שינויים בעקבות הליך הערות הציבור, קשה להתעלם מן הכיוון הכללי שהיא משקפת. ראשית, צפוי כי בחינת הסיכון התחרותי של עסקה תתחיל מוקדם יותר ותהפוך לחלק בלתי נפרד מתהליך תכנון העסקה. במקרים רבים יהיה מקום לבצע כבר בשלבי המשא ומתן הראשונים ניתוח של הגדרת השוק, נתחי השוק, רמת הריכוזיות ותיאוריות הפגיעה האפשריות.

שנית, צפויה לגדול חשיבותם של מסמכים פנימיים. מצגות הנהלה, תוכניות אסטרטגיות, מסמכי השקעה, הערכות שווי ותכתובות פנימיות עשויים לשמש אינדיקציה לאופן שבו החברות עצמן תופסות את השוק, את מתחריהן ואת מטרות העסקה. מסמכים אלה עשויים למלא תפקיד משמעותי במסגרת בדיקת המיזוג, ועל כן חשוב להביא בחשבון את ההיבט התחרותי כבר בשלב הכנתם.

שלישית, גופים המבצעים רכישות באופן שוטף – ובהם קרנות השקעה, גופים מוסדיים, חברות ציבוריות וקבוצות עסקיות – יידרשו לבחון לא רק את העסקה הנוכחית, אלא גם את מכלול מבנה ההחזקות שלהם ואת אסטרטגיית הרכישות ארוכת הטווח. לבסוף, נראה כי יגדל הצורך בשילוב מוקדם יותר של ייעוץ תחרותי בתהליך העסקה. אם בעבר עסקו מרבית הסוגיות התחרותיות בשלב הכנת הודעת המיזוג, הרי שהטיוטה החדשה מלמדת כי שאלות תחרותיות עשויות להשפיע כבר על מבנה העסקה, על לוחות הזמנים, על בדיקת הנאותות, על ניסוח ההסכמים ואף על אופן ניהול המשא ומתן בין הצדדים.

סיכום

טיוטת ההנחיות החדשה אינה רק עדכון של גילוי הדעת משנת 2011. היא משקפת הרחבה משמעותית של הכלים שבאמצעותם מבקשת רשות התחרות לבחון עסקאות מיזוג, ומעידה על מגמה של העמקת הבדיקה התחרותית והרחבת היקפה.

אם תאומץ במתכונתה הנוכחית, צפויה הטיוטה להשפיע על האופן שבו יתוכננו, ייבחנו וינהלו עסקאות מיזוג בישראל בשנים הקרובות. גם אם חלק מהוראותיה יעברו שינויים בעקבות הערות הציבור, היא כבר כעת מהווה הצהרת מדיניות ברורה באשר לכיוון שאליו מבקשת רשות התחרות להוביל את דיני המיזוגים בישראל.

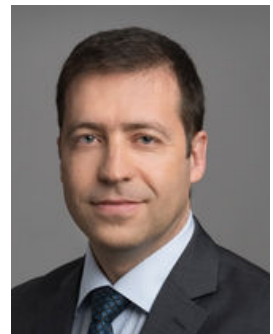
הטיוטה אינה רק מרחיבה את רשימת השיקולים שרשות התחרות רשאית להביא בחשבון. היא משקפת שינוי עמוק יותר באופן החשיבה על בקרת מיזוגים. אם בעבר השאלה המרכזית הייתה האם ניתן להראות שהמיזוג צפוי להוביל לעליית מחירים או לפגיעה בתחרות בשוק מוגדר, הרי שכיום מוקד הבחינה עובר יותר ויותר לשאלה האם קיימת תיאוריה סבירה שלפיה העסקה עלולה לפגוע בתהליך התחרותי בעתיד.

שינוי תפיסתי זה צפוי להשפיע לא רק על תוצאותיהן של בדיקות מיזוגים, אלא גם על האופן שבו חברות יתכננו עסקאות, ינהלו בדיקות נאותות ויתעדו את שיקוליהן העסקיים.



עו"ד שירן סופר

שותפה, תחום התחרות
shirans@gornitzky.com



עו"ד אבנר פינקלשטיין

שותף, מוביל תחום התחרות
avnerf@gornitzky.com

GORNITZKY

T H E R E I S A L W A Y S A W A Y

www.gornitzky.com

גורניצקי ושות', עורכי דין

מגדל ויתניה תל אביב, החרש 20 ת"א
מיקוד: 6761310 | דוא"ל: office@gornitzky.com
טל: 03.7109191 | פקס: 03.5606555